

株式公開買付けにおける 買付価格の相当性と株主による 買付者に対する差額支払請求 ——ドイツ法を素材として——

論

説

野 田 輝 久

- 一 問題の所在
- 二 企業買収法における買付価格規制の概要
- 三 買付価格が不相当である場合の差額支払請求
- 四 結びにかえて

一 問 題 の 所 在

上場会社の支配権を取得するためには様々な方法が存在するであろうが、支配権を取得しようとする者にとって、時間とコストの面から考えて、対象会社株式を公開買付けにより取得する方法が選択肢の上位に来ることは疑いないであろう。わが国では、金融商品取引法及び金商法施行令や内閣府令が公開買付けについて規制している。そこでは、3分の1ルールや急速な買付けにかかる規制等の公開買付手続の要否に関するものを除いては、開示を中心とする手続規制が中心であり、買付価格についての規制は均一性のルール（金商27条の2第3項、金商法施行令8条3項）以外には存在しない。

これに対して、ドイツでは、2002年に企業買収法（Wertpapiererwerbs-

und Übernahmegesetz=WpÜG)が制定され、同法には、買付者による買付けの内容や対象会社の取締役会・監査役会の意見の開示及び当局による審査といった手続規制のほか、公開買付期間中の取締役の行為規制や価格規制等の実体規制も多く含まれている。価格規制については、いわゆる最高価格規制と呼ばれる手法が採用されており、買付期間中あるいは買付期間経過後の一定期間内に、買付者が対象会社株式を市場内又は市場外で取得した場合、その最高価格がすべての株主に提供されることになる（企業買収法31条4項・5項）。したがって、買付者が買付価格として提供した金額以上のコストを事後的に負担することもあり得るが、買付価格が当初から不相当である場合には、上記の規制の適用がないことから問題となる。この点につき、学説では従来から株主の買付者に対する事後的な（提供された対価と公正な対価との）差額支払請求を認めるか否かにつき争いがあったが、近時、連邦通常裁判所（BGH）においてこれを認める判決が下された。本稿は、この判決を契機として既述の争点につき、当該判決及び学説の対立を紹介し若干の検討を加えるものである。

本稿の考察順序は以下の通りである。まず、ドイツ企業買収法における公開買付規制の枠組み及び買付価格規制の概要を簡潔に示す（二）。そして、上記の争点に関する判例及び学説の状況を紹介し、若干の検討を行う（三）。最後に、結びにかえて本稿のまとめを行う（四）。

二 企業買収法における買付価格規制の概要

1 公開買付規制の基本的枠組⁽¹⁾

ドイツ企業買収法は、公開買付けの申込みを以下の3つのタイプに分類

（1） 2007年改正後のドイツ企業買収法に関する邦語文献として、早川勝「ドイツ有価証券取得法と公開買付法（試訳）」同志社法学59巻4号175頁以下（2007年）、佐藤文彦「ドイツ改正有価証券取得及び支配獲得法上の

する。

- ① 支配権の取得を目的としない任意の公開買付申込み (das freiwillige (Teil-) Angebot)
- ② 対象会社の支配権の取得を目的とし、そのすべての株式に対して申込みを行う義務を負う支配権取得のための公開買付申込み (das (freiwillige) Übernahmeangebot)
- ③ 対象会社の支配権取得後に、そのすべての株式に対して向けられる義務的公開買付申込み (das Pflichtangebot)

以上の3つのタイプの上位概念として、買付申込み (das Angebot) があり、これは、任意で若しくは企業買収法の規定に基づき義務として行われる対象会社の有価証券の取得のための公開買付申込み又は株式の交換申込みを指す (企業買収法2条1項)。①の支配権の取得を目的としない任意の公開買付申込みには、対象会社の一部の株式に対してのみ向けられる部分的公開買付け (das Teilangebot) も含まれる。ただし、部分的公開買付けが支配権の取得を目的とする場合には認められない (企業買収法32条)。適用条文については、支配権の取得を目的とするものであると否とにかかわらず、任意で行われるすべての買付申込みについて第3章 (10条～28条) の規定が適用される。これに対して、支配権取得を目的とする場合には、第3章の規定に加えて、第4章 (29条～34条) の規定が適

敵対的企業買収阻止措置規制—EU 支配獲得指令の移植」獨協ロージャーナル3号21頁以下 (2008年)、同「ドイツ改正『有価証券取得及び支配獲得法』(試訳)」獨協ロー・ジャーナル3号125頁以下 (2008年)、加藤貴仁「ドイツの企業結合形成過程に関する規制」商事法務1832号19頁以下 (2008年)、牧真理子「ドイツ企業買収法における経営管理者の中立義務と例外規定」GEMC journal 5号143頁以下 (2011年)、泉田栄一「ドイツ企業買収法について」早川勝・正井章彦・神作裕之・高橋英治編『ドイツ会社法・資本市場法研究』531頁以下 (2016年・中央経済社) を参照。

用される。他方、義務的公開買付けの申込みについては、第5章（35条～39条）に特別の規定が置かれているが、いくつかの例外を除いて、第3章及び第4章の規定も適用される（企業買収法39条）。

なお、対象会社の支配権が支配権取得のための公開買付申込みの結果として取得された場合には、残余の株主に対する公開買付義務は発生しない（企業買収法35条3項）。

次に、企業買収法の規制対象となっている公開買付申込みのうち、2つの重要な概念である支配権取得のための公開買付申込みと義務的公開買付申込みについて、個別に見ていく。

（1）支配権取得のための公開買付申込み（das Übernahmeangebot）

支配権取得のための公開買付申込みとは、対象会社の支配権の取得に向けられた買付申込みをいう（企業買収法29条1項）。この場合の支配権とは、対象会社の議決権の30%以上を保有する場合を指す（同条2項⁽²⁾）。支配権の取得を目的とする部分的公開買付けの申込みは許されないことから（企業買収法32条）、支配権取得のための公開買付申込みの場合には、買付者は、対象会社のすべての株式を対象として買付申込みを行わなければならない。支配権の取得については、公開買付けの結果、複数の株主から株式を取得した場合であれ、既に支配権を有している者からの取得であれ、その取得の態様については問われない。

この種類の公開買付申込みにおいては、支配権取得の意図という主観的要素は問題とならないとする見解がある⁽³⁾。この見解によれば、支配権取得

（2） 30%という基準値は、他のヨーロッパ諸国における支配権を示す基準値との整合性及びドイツにおける株主総会の実態を考慮した結果であるといわれている。Begr. RegE., BT-Drucks. 14/7034, S. 53.

（3） Riehmer, in: Haarmann/Riehmar/Schüppen (Hrsg.), Frankfurter Komm.

という事実が重要となることになるが、企業買収法29条以下はすべて支配権取得「のために」なされる公開買付けに関する規制であって、支配権取得「の結果」に関する規制ではないことや、特に企業買収法31条の厳格な対価に関する規制が適用されるかどうか市場参加者（特に対象会社の株主）にとっては重要となるが、それを明確に判断できるためには、買付書類に取得すべき対象会社株式の最低数もしくは最低割合を記載すべきであるとの主張もなされており⁽⁴⁾（支配権取得を目的としない者が、公開買付けの結果、従前の自己の持株比率と合算して30%を超えるような比率又は株式数の取得を目指す旨を買付書類に記載することは考えにくい。）、この見解からも、法的安定性を重視した事前判断、すなわち、支配権取得の意図が問題となると思われる。

（2）義務的公開買付申込み（das Pflichtangebot）

義務的公開買付けの申込みとは、買付者が、支配権取得のための公開買付け以外の方法で対象会社の支配権を取得した場合、すなわち、対象会社の議決権の30%以上を取得した場合に、残余のすべての株式に向けて公開買付けを行う義務を有することをいう（その意味では、義務的公開買付けというより、公開買付義務と呼んだ方がよいとの指摘もある⁽⁵⁾）。

この義務的公開買付けには、2つの基本的機能があるといわれている。1つは、少数派株主の保護に資するという意味で、ドイツ株式法におけるコンツェルン法的機能又はその補充的機能である。現に、1996年及び1997

z. WpÜG, 1. Aufl. 2002, § 29 Rdn. 20.

（4） Vgl. Steinmeyer/Häger, Komm. z. WpÜG, 1. Aufl. 2002, Vor §§ 10 ff. Rdn. 9, § 29 Rdn. 13 ff.

（5） この点については、Steinmeyer/Häger, a. a. O. (Fn. 4), Vor §§ 10 ff. Rdn. 11.

年の EU 第13指令案は、義務的公開買付けの制度か、又は対象会社の少数株主保護に関して少なくとも義務的公開買付けと等価値を有する他の適切な制度のいずれかを定める選択権を加盟国に付与していた。⁽⁶⁾ 支配権取得による支配従属関係の成立は、従属会社の少数派株主にとって不利益を意味する場合がある。しかし、ドイツコンツェルン法は、厳密には、既にコンツェルンが形成された後での少数派株主及び債権者の保護を目的としており、コンツェルン関係が形成される前に少数派株主を保護するための制度を用意していない。そこで、義務的公開買付けは、コンツェルン法の補充的機能としてのコンツェルン形成前の少数派株主保護、すなわち、従属会社レベルでのコンツェルン形成規制の一局面であるともいわれている。⁽⁷⁾

義務的公開買付けの第2の機能は、資本市場法的機能である。主として、イギリス法をモデルに構築された義務的公開買付けの制度は、投資者とし

(6) このような規定の方法は、ドイツに、コンツェルン法上の少数株主保護の制度を維持することを可能にするとの目的があったといわれている。Begr. zu Art. 3 des Kommissionsvorschlages 1996, in: Schuster/Zschocke, Übernahmerecht—Takeover Law, 1996, Teil 2 C), S. 218; Neye, Der neue Vorschlag der Kommission für eine dreizehnte Richtlinie über Übernahmeangebote, DB 1996, S. 1121, 1122. もっとも、ドイツコンツェルン法の少数派株主保護の制度が、義務的公開買付制度と本当に等価値を有するのかどうかについては、学説上も争いがあった。この点については、Kleindiek, Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebotes nach dem WpÜG—Kapitalmarktrecht—Konzernrecht—Umwandlungsrecht—, ZGR 2002, S. 546, 556.

(7) Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016, Einl. Rdn 11. 企業買収法制定前には、従属会社におけるコンツェルン形成規制にかかる手段として、敵対的公開買付けに対する対抗措置として利用され得る手段とほぼ重複する措置が検討されることが多かった。Vgl. Liebscher, Konzernbildungskontrolle, 1994, S. 344 ff.; Binnewies, Die Konzern-eingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, 1995, S. 283 ff.

ての株主の視点から制度設計されており、その制度趣旨は、投資者としての株主の投資判断の基盤を確保し、投資判断の前提が変更される場合には、可能な限り経済的な負担なくして新たな投資判断を行う機会を確保することにある。すなわち、支配権の変動を含む支配的地位の確立は、投資者としての株主の投資判断の前提を著しく変更することを意味し、これにより株主には、適正な条件のもとで投下資本を回収して退社できる権利が与えられるべきである。そこで、投資対象の会社に対する支配権が別の株主により取得された場合に、義務的公開買付けの制度により、そのような少数株主の権利を実現しようというのである。さらに、義務的公開買付制度により、少数派の株式の価値が減少する危険に対処することができるとともに、買付者が支配権取得の過程で提供するであろう支配権プレミアムに少数派株主も与ることができる⁽⁸⁾。既述の2つの機能のうち、ドイツの学説上は、後者の機能を重視する立場が支配的であるといわれている⁽⁹⁾。

(3) 支配権取得のための公開買付申込みと義務的公開買付申込みの関係
企業買収法39条によれば、いくつかの例外を除いて、支配権取得のための公開買付けに関する規定は、義務的公開買付けにも準用される。これ

(8) Kleindiek, a. a. O. (Fn. 6), S. 546, 558 f.

(9) Heiser, Interessenkonflikte in der Aktiengesellschaft und ihre Lösung am Beispiel des Zwangsangebots, 1999, passim, u. a. S. 47 ff., 307 ff.; Forum Europaeum Konzernrecht, ZGR 1998, S. 672, 727; Habersack, Die Finanzplatz Deutschland und die Aktionäre; Bemerkungen zur bevorstehenden Einführung des „Squeeze-Out“, ZIP 2001, S. 1230, 1235; Houben, Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, WM 2000, S. 1873, 1877; Krause, Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten und Beteiligungserwerb, Teil II, WM 1996, S. 893, 899; Meyer, in: Angerer/Geibel/Süßmann, Komm. z. WpÜG, 3. Aufl. 2017, § 35 Rdn. 5, 7 ff. usw.

は、買付者が対象会社の支配権を支配権取得のための公開買付けの結果取得した場合には、義務的公開買付けを行う必要はないという規定（企業買収法35条3項）とも相俟って、次のような基本的考え方を前提としている。すなわち、任意の支配権取得のための公開買付けにより支配権を基礎づける株式数を取得した者に、さらにもう一度公開買付けを義務づけることとすれば、過剰な時間的・コスト的負担につながり妥当ではない。このことは、先行する公開買付けが支配権取得を目的とするものである限り、いわばこれに義務的公開買付けの免除的效果を与えるものであるが、この免除的效果を認めるためには、支配権取得のための公開買付けと義務的公開買付けとがほぼ同一の規制に服していることが前提となる⁽¹⁰⁾。なお、企業買収法35条3項の免除的效果については、子会社を通じて対象会社の支配権を取得した場合にもこの効果が生じるのかといった問題もある⁽¹¹⁾。

2 買付価格規制の概要

(1) 企業買収法における価格規制

株式公開買付けにおける買付価格については、企業買収法31条が定める。同条によると、買付者は対象会社の株主に対して、相当の対価（an-gemessene Gegenleistung）を提供しなければならず、当該相当の対価の算定に際しては、対象会社の平均株価と買付者等による対象会社株式の取得価格が考慮される（同条1項、企業買収法買付規則3条以下）。対価は

(10) Begr. RegE zum WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 30; Hommelhoff/Witt, in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), Frankfurter Komm. z. WpÜG, 2. Aufl., 2005, § 35 Rdn. 95.

(11) この問題については、Hommelhoff/Witt, a. a. O. (Fn. 10), Frankfurter Komm. z. WpÜG, § 35 Rdn. 97 ff.

(12) 買付者等には、買付者、買付者と共同して行動する者又はそれらの子企業が含まれる（企業買収法31条1項2文）。

金銭又は流動性のある株式によることが必要である（同条2項1文⁽¹³⁾）。買付者等が、公開買付けの公表の6ヶ月前から買付期間の経過までの間に、金銭を対価として5%以上の対象会社株式又は議決権を取得した場合には、対価は金銭（ユーロ）であることが要求される（同条3項＝いわゆる事前取得 Vorerwerb 規制⁽¹⁴⁾）。買付者等が公開買付書類の公表後買付期間経過後の買付結果の公表（企業買収法23条1項1文2号）前に対象会社株式を取得し、これに対して任意買付けの場合よりも高額の対価を支払うか又はその合意をした場合には、当該任意の公開買付けに応諾した者に対して支払うべき対価は、双方の買付けの差額分増加する（企業買収法31条4項＝いわゆる並行取得 Parallelerwerb 規制）。また、買付者等が買付結果の公表後1年以内に市場外で対象会社株式を取得し、当該株式に対して当初の買付価格以上の対価を支払うか又はその合意をした場合には、買付者は、任意買付けに応諾した株主に対して、差額を支払う義務を負う（同条5項＝いわゆる事後取得 Nacherwerb 規制⁽¹⁵⁾）。並行取得規制及び事後取得規制は、対象会社株主の平等取扱いを定める企業買収法3条1項の具体化であるといわれる⁽¹⁶⁾。なお、上記規制における株式の取得には、株式取得

(13) 株式が対価とされる場合において、取得対象とされた株式が議決権ある株式の場合には、対価である株式についても議決権を有する株式でなければならない（企業買収法31条2項2文）。

(14) この事前取得規制の趣旨は、対象会社の少数派株主を除外しつつ対象会社に「忍び寄ること（Anschleichen）」を阻止し、公開買付手続の過程においてその株式を譲渡しようとしている対象会社株主の平等取扱いを保障することにあるとされている。Begr. RegE zum WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 55.

(15) ただし、対象会社の株主に対して代償を支払う法律上の義務がありそのために対象会社株式を取得する場合、及び合併、会社分割あるいは事業譲渡により対象会社の財産の全部又は一部を取得する場合については、事後取得規制は適用されない（同条5項2文）。

の合意は含まれるが、法定新株引受権は除外される（同条6項）。

企業買収法31条及び企業買収法買付規則3条以下の規定は、同法39条⁽¹⁷⁾の規定に基づき、義務的公開買付けにも適用される。支配権取得のための任意買付けの場合であれ、義務的公開買付けの場合であれ、買付価格が著しく低額であるために上記の価格規制に違反しており、この違反が買付書類の審査の段階で連邦金融サービス監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht=BaFin）に明らかとなったときは、BaFinは予定されている公開買付けを禁止することになる（企業買収法15条1項2号）。もっとも、この場合には、公開買付けそのものが禁止されるのであるから、公開買付けに応じた株主による差額支払請求という本稿のテーマにかかる問題は生じない。

(16) Begr. RegE. WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 56.

(17) 支配権取得のための任意買付けと同一の価格規制が義務的公開買付けに対しても適用されることが妥当であるのか否かについて、学説上では、EU法あるいは比較法的観点から疑問を呈する向きもある。この点に関する立法政策的批判として、Cahn/Senger, Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, Finanz Betrieb 2002, S. 277, 294; Habersack, Reformbedarf im Übernahmerecht, ZHR 166 (2002), S. 619, 624; Mülbart, Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht, ZIP 2001, S. 1221, 1223f. しかし、立法者によると、買付者は、支配権取得のための公開買付けに成功すれば、その後さらに（義務的公開）買付けを義務付けられるわけではない。ただし、この免除的効果は、あくまで先行する任意の買付けが義務的公開買付けの価格規制の要件を満たしている場合に限られる。この点で、支配権取得のための任意買付けにおける価格規制と義務的公開買付けにおけるそれとを同一のものとして理解することは、相当の合理性があるといえる。Verse, Zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Preisbestimmungen des WpÜG, ZIP 2004, S. 199, 200.

(2) 企業買収法買付規則における価格規制

連邦財務省 (Bundesministerium der Finanzen) は、企業買収法31条7項に基づき、2001年12月27日に、いわゆる企業買収法買付規則⁽¹⁸⁾ (WpÜG-AngebotsVO, 以下「買付規則」という) を定めた。買付規則における買付価格に関する条文は第3条から第7条までの5ヶ条であるが、このうち第6条は対象会社株式が外国の取引所に上場されている場合の特則であり、また第7条は対価が株式である場合に同規則5条及び6条を準用する旨の規定である。したがって、以下では3条から5条までの3ヶ条について簡潔に見ていくことにする。

第3条は原則規定であり、支配権取得のための公開買付け及び義務的公開買付けの場合には、買付者は対象会社株主に対し相当の対価を支払うべき旨、対価の額は買付規則4条ないし6条に定める最低額を下回ってはならない旨、及び異なる種類の株式については種類ごとに算定すべき旨が定められている。

買付者が、支配権取得のための公開買付け及び義務的公開買付けの際の買付書類の公表 (企業買収法14条2項1文, 35条2項1文) 前の6ヶ月以内に対象会社株式を取得し又は取得の合意をした場合には、対価はそのために提供した最高額でなければならない (買付規則4条1文)。そして、対象会社株式が国内の証券取引所に上場されている場合には、対価の最低額は買付けの決定にかかる公表 (企業買収法10条1項1文, 35条1項1文) 前の3ヶ月間の当該株式の株価の平均価格でなければならない (買付

(18) 正式名称を Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (買付書類の内容, 支配権取得のための公開買付け及び義務的公開買付けの場合の対価, 並びに買付けの公表と実施の義務の免除に関する規則) という。

(19) 規則 5 条 1 項)。支配権取得のための公開買付け又は義務的公開買付けの決定の公表前 3 ヶ月以内に、対象会社株式につき、取引日の 3 分の 1 未満の日しか株価が確認できなかった場合、又は株価の価格差が 5 % を超える場合、対価の額は、対象会社の評価に基づいて算出される企業価値でなければならない（同条 4 項）。

企業買収法及び買付規則における価格規制を整理すると、下記の表のようになる。⁽²⁰⁾

対象条文	規制対象	規制の内容	期間
§ 31 Abs. 1 WpÜG, § 3 WpÜG-AngVO	対価の種類と額	対価の相当性についての原則規定	
§ 31 Abs. 2 WpÜG	対価の種類	原則として対価は金銭又は流動性ある株式	
§ 31 Abs. 3 WpÜG	対価の種類	事前取得又は並行取得（5 % 以上の株式取得）の場合、金銭が対価	支配権取得のための公開買付け又は義務的公開買付けの公表の 6 ヶ月前から買付期間の経過まで
§ 4 WpÜG- AngVO	対価の額	事前取得の場合の最低額	買付書類の公表前 6 ヶ月間
§ 5 WpÜG- AngVO	対価の額	国内の取引所相場における平均株価が最低額	支配権取得のための公開買付け又は義務的公開買付けの決定の公表前 3 ヶ月
§ 31 Abs. 4 WpÜG	対価の額	いわゆる並行取得の場合の対価：差額分増加	買付書類の公表と § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG の買付結果の公表の間の期間
§ 31 Abs. 5 WpÜG	対価の額	いわゆる事後取得の場合：差額支払義務	§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG の結果公表後 1 年以内

(19) 対象会社株式が公開買付けの決定の公表時に、上場して 3 ヶ月を経過していない場合には、上場後その時点までの平均株価が対価となる（買付規則 5 条 2 項）。

(20) Santelmann/Nestler, in: Steinmeyer, Komm z. WpÜG, 3. Aufl. 2013, § 31 Rn. 7 をもとに作成。

三 買付価格が不相当である場合の差額支払請求

1 判例

- (1) OLG Frankfurt/M., Beschl. v. 4. 7. 2003 (Highberry Limited/Wella⁽²¹⁾ AG)

事案の概要は以下の通りである。2003年3月18日、Procter & Gamble Germany Management 有限会社（以下、P社という）が Wella 株式会社（以下、W社という）に対して支配権取得のための任意買付けを行う旨の決定を公表した。P社は、BaFin に対して、買付期間を2003年4月28日から2003年5月28日までの1ヶ月間、買付対象株式とその対価につき、W社の普通株式を1株92.25ユーロ、優先株式を1株65ユーロの価格で買い取ることを内容とする公開買付書類の公表についての許可申請を行った。BaFin は、同年4月25日の決定によりP社の公開買付書類の公表を許可した。これに対して、W社の優先株式を有する株主で、イギリスに本店を有する Highberry Limited（以下、H社という）は、買付書類に記載された対価が著しく低額であると考え、P社に対して与えられた BaFin の許可を不服として、BaFin への異議（Widerspruch）申立てとともに、フランクフルト上級裁判所に対して、BaFin の許可に対する異議（Beschwerde）⁽²²⁾ 申立てを行ったのが本件である。

これに対して、フランクフルト上級裁判所は、H社の異議申立てを却下した。却下の理由は、H社が BaFin における異議手続に参加しなかったことによるものである。すなわち、企業買収法48条2項は、フランクフ

(21) AG 2003, S. 513.

(22) 本件において、H社は仮処分手続（einstweiliger Rechtsschutz）も行っている。仮処分命令については、OLG Frankfurt/M., Beschl. v. 27. 5. 2003, AG 2003, S. 515 を参照。

ルト上級裁判所への異議申立てができるのは、BaFin における手続に参加した者に限られる旨を規定している。しかしながら、本件におけるH社はこの手続に参加できないために、異議申立ての適格を欠くとして却下されたのである。⁽²³⁾本決定において重要なのは、むしろ傍論として示された以下の内容である。「異議申立人が、BaFin の活動に対する権利を、企業買収法15条1項2号との関連で同法31条から導き出すことができると考える限り、当裁判所はこれに従うことはできない。上記の企業買収法の規定によれば、提供された対価が不当である場合には、BaFin は当該買付けを禁止しなければならない。しかし、同法31条や企業買収法のその他の規定においても、また企業買収法買付規則においても、対象会社の株主のために対価の相当性を審査する制度は規定されていない。むしろ、株主は、⁽²⁴⁾相当な対価を民事訴訟によって請求することができる。」

(2) BGH Urt. v. 29. 7. 2014 (Effecten-Spiegel/Deutsche Bank)⁽²⁵⁾

事案の概要は以下の通りである。Deutsche Postbank AG（以下、Post-

(23) 企業買収法は、BaFin の手続に参加する者が誰であるかにつき、明文の規定を有していない。したがって、行政手続法13条の一般規定により判断されることになる。ここで問題となる BaFin の行政行為に対する取消処分を求める異議申立てに関しては、BaFin による行政行為の名宛人が申立権限を有することになる。Vgl. Wackenbarth/Kreße, in: Münchener Komm. z. AktG, Bd. 6, 3. Aufl. 2011, §48 WpÜG, Rn. 6; Santelmann, a. a. O. (Fn. 20), WpÜG, §48 Rn. 14 ff.; Pohlmann, in: Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl. 2010, §48 Rn. 39; Cahn, Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener, ZHR 167 (2003), S. 262, 296; Ihrig, Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht ZHR 167 (2003), S. 315, 328.

(24) OLG Frankfurt/M., AG 2003, S. 313, 314.

(25) AG 2014, S. 662, NZG 2014, S. 985, DStR 2014, S. 2137.

bank という)のかつての親会社である Deutsche Post AG (以下、Post という)は、2008年9月12日、被告 Deutsche Bank AG との間である契約を締結した(以下、この契約を「第一合意」という)。これによれば、被告は2009年の第1四半期に、Post から Postbank 株式の29.75%を、1株57.25ユーロで取得することとされていた。また、被告には、当該株式取得後12ヶ月から36ヶ月の間に、さらに Postbank 株式の18%を、1株55ユーロで追加取得するオプションが認められていた。他方、Post は、当該株式取得後21ヶ月から36ヶ月までの間に、Postbank 株式の20.25%プラス1株を1株42.80ユーロで被告に譲渡するオプションを有していた。

2008年の第4四半期に、Postbank は、5480万ユーロの増資を行った。発行した株式は主として Post によって引き受けられた。その結果、Post の Postbank に対する持株比率は、50%から62.35%へと増加した。

2008年末、被告と Post は、第一合意の実行を延期することで合意した。2009年1月14日、両社は、Deutsche Postbank AG の株式の取得に関する追加合意(以下「第二合意」という)を締結した。これによれば、Postbank 株式の取得は、以下の3段階で実行されることとされた。すなわち、第一段階において、被告は、Postbank 株式5000万株(基本資本の22.9%)を1株23.92ユーロで取得する。次に、被告は、Postbank 株式6000万株(基本資本の27.4%)を1株45.45ユーロで2012年2月25日を償還期限とする強制転換社債(Pflichtwandelanleihe)を通じて取得する。最後に、被告は、残余の26,417,432株の Postbank 株式(基本資本の12.1%)をコールオプション及びプットオプションを通じて、コールオプションについては1株48.85ユーロで、プットオプションについては1株49.42ユーロで取得する。両オプションの行使期間は2012年2月28日から2013年2月25日までとする。

その後、被告は、2010年10月7日に、Postbank 株式につき、1株25ユー

口の価格で任意の公開買付けを行うことを表明した。また被告は、第二合意に基づいて子会社を通じて Postbank 株式を取得し、転換社債を引き受けた。

Postbank 株式15万株を所有する原告 (Effecten-Spiegel) は上記の公開買付けに応じたが、原告は、被告が2008年にはすでに、1株57.25ユーロで義務的公開買付けを表明する義務を負っていたと考えている。そこで、原告は、任意の公開買付けの対価と (2008年9月の第一合意に基づいて公表している) 義務的公開買付けの対価との差額4,837,500ユーロの支払いを求める訴えを提起した。第一審の地方裁判所 (LG Köln v. 29. 7. 2011, ZIP 2012, 229) は請求を棄却し、上級裁判所 (OLG Köln v. 31. 10. 2012, ZIP 2013, 1325=AG 2013, 391) は原告の控訴を棄却し、差し戻した。

連邦通常裁判所は、原告の上告に対し、以下のように判示して、株主の差額支払請求を認めた (結果としては、控訴審裁判所に差戻し)。以下では、本稿のテーマと関連する限度で、判決理由を示すことにする。⁽²⁶⁾

連邦通常裁判所は、株主による差額支払請求を認める根拠として、まず第一に、企業買収法31条の構造を挙げている。すなわち、「同法〔企業買収法=引用者〕31条4項・5項によれば、買付者は、並行取得又は事後取得が存在する場合には、買付価格と当該並行取得又は事後取得の際の価格との差額を株主に対して支払わなければならない。一般的な見解によれば、買付けに応じた株主の (民事法上の) 請求権がその根拠とされている。これらの場合には民事法上の請求権が認められ、他方で提供された対価が当初から不相当である場合には認められないというのは、理解に苦しむ」。⁽²⁷⁾

さらに、連邦通常裁判所は、株主による請求権の根拠を、BaFin の機能

(26) 本件では、買付者への株式・議決権の合算の問題 (いわゆる Acting in Concert の問題) も議論の対象となっている。

(27) BGH, AG 2014, S. 662, 664 [23].

の補充という点に求めている。「確かに、BaFin は、買付者の公開買付けを審査する。しかし、企業買収法14条2項1文・3文によれば、BaFin が有する審査期間は10ないし15営業日しかなく、また審査範囲は、企業買収法15条1項2号により、『明白な』法令違反に限定されている。BaFin による買付けの審査は、すなわち、民事訴訟における審査ほど詳細になされるものではない。・・・BaFin の審査手続は、時間的・内容的に限られた審査範囲に基づくものであって、不十分である⁽²⁸⁾」。

第三の根拠として、連邦通常裁判所は、企業買収法の目的に言及する。すなわち、「公開市場における取引を早期にかつ利害関係人にとって可能な限り法的安定性に資する形で進めるという企業買収法の目的（BT-Drucks. 14/7034, 27）も、相当な対価に対する民事法上の請求権を認めることに反するものではない。取引の実行それ自体は、これにより阻害されるわけではない。たんに、価格決定のための裁判手続（Spruchverfahren）⁽²⁹⁾」

(28) BGH, AG 2014, S. 662, 664 [24].

(29) わが国の非訟事件手続に相当し、ドイツでは「価格決定のための会社法上の裁判手続に関する法律（Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren = SpruchG）」において定められている。同法の適用対象は、①株式法304条及び305条における補償及び代償、②株式法320b条における編入の際の代償、③株式法上の少数派株主の締め出しの場合の金銭代償（株式法327a条～327f条）、④組織再編法における持分所有者に対する支払い又は金銭代償（組織再編法15条、34条、122h条、122i条、176条ないし181条、184条、186条、196条、212条）、⑤ヨーロッパ株式会社（SE）の設立又は本店移転の際の持分所有者に対する支払い又は金銭代償（SE 施行法6条、7条、9条、11条、12条）、⑥ヨーロッパ協同組合（SCE）の設立の際の構成員への支払い（SCE 施行法7条）の6つの場合における価格決定である（価格決定のための裁判手続法1条）。同法の成立過程及び邦語訳については、早川勝「迅速な裁判手続による少数株主保護の確保—ドイツにおける Spruchverfahrensneuordnungsgesetz の制定」同志社法学55巻7号1頁以下（2004年）参照。

が企業買収法の適用領域において規定されていないことにより、評価の際の不確実性が強まるにすぎない。しかし、一般的には、企業買収法買付規則 3 条以下において評価のための明確な規定が置かれていることにより、争訟は避けられている。その他、企業買収法12条に基づく損害賠償請求権が存在するから、買付価格の設定の際のリスクがすべて排除されるという⁽³⁰⁾ことはあり得ない」。

第四に、買付書類の不実記載に関する企業買収法12条に基づく損害賠償請求との関連が指摘されている。「買付書類における不実又は不完全な記載を理由とする企業買収法12条に基づく損害賠償請求権は、企業買収法31条 1 項の民事法上の効力を認めることに対して障害となるものではない。一方では、企業買収法12条の保護の方向性は、同法31条のそれとは区別されている。対象会社の株主が適切な情報を取得することを保障すべき事案もあれば、現に生じ又は生じるおそれのある支配権取得の際の会社からの離脱を可能とすべき事案もある。また、企業買収法12条 2 項によれば、当該損害賠償請求は故意又は重大な過失を要件とし、同条 3 項 2 号によれば、請求権者が買付けに対する承諾の意思表示を行う際に買付書類の記載の不当性を知っていた場合には、当該請求権は付与されない。しかし、このことは、株主に対して相当な対価を付与しないことの根拠となるものではない」。⁽³¹⁾

第五に、連邦通常裁判所は、投資者モデル手続法 (KapMuG)⁽³²⁾ の立法経

(30) BGH, AG 2014, S. 662, 664 [25].

(31) BGH, AG 2014, S. 662, 664 [24].

(32) KapMuG は正式名称を Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz=KapMuG) といい、資本市場法上の訴訟におけるモデル手続に関する法律 (投資者モデル手続法) と訳すことができる。この法律は、有価証券取引における訴訟手続に集団訴訟の制度を導入することにより、投資家を保護する

緯に言及している。すなわち、「投資者モデル手続法の立法者も、民事法上の請求権に関する争いが生じ得ることを前提としていたと考えられる。なぜなら、この法律の適用領域は、同法1条1項3号（改正前1条1項1文2号）により、企業買収法上の公開買付けに基づく契約から生じる履行請求権に及ぶからである（BT-Drucks. 15/5091, 20）。この点に関し、通説も、投資者モデル手続法1条には、並行取得及び事後取得から生じる請求権のみならず、企業買収法買付規則3条以下の意味での相当な対価が当初から存在しないような契約から生じる請求権も、包摂されると解している⁽³³⁾」。

最後に、連邦通常裁判所は、以前の判例との整合性を考慮して以下のように述べている。「相当な対価の支払いに対する民事法上の請求権を想定することは、当裁判所の判例にも反するものではない。確かに当裁判所は、対象会社の株主は、支配権取得者が企業買収法35条2項に基づく義務的公開買付けの実施を断念した場合には、当該支配権取得者に対する請求権を有しないと考えた（BGH v. 11. 6. 2013, ZIP 2013, 1565=AG 2013, 634）。しかし、この事案は、行われた公開買付けの相当性が問題となっている本件と比較することはできない。なぜなら、企業買収法は、義務に違反して公開買付けが行われない場合についての特別な規定をも含んでいるからである。この場合には、買付者は、企業買収法59条により、その有する株式について何らの権利も行使することができない。これにより、支配権取得者から株主を保護するという同法の目的が達成される。買付者がその有

ことを目的としており、2005年11月に施行されている。この法律の草案段階での解説として、久保寛展「投資者の集団的権利保護の可能性—ドイツにおける投資者モデル手続法（KapMuG）草案の策定—」法學論叢（福岡大学）53巻1号1頁以下（2005年）参照。

(33) BGH, AG 2014, S. 662, 664f [26].

する株式につき何らの権利も行使することができない場合には、その者は会社に対する支配権をも有しないことになる。買付者は、不相当な対価であっても、公開買付けを実施して初めて支配権を取得する。この場合にのみ、株主も、相当な対価に関連してその退社について保護されなければならない⁽³⁴⁾」。

2 学説における議論状況

既述のように、連邦通常裁判所は、主として、①企業買収法31条の体系、②BaFinの機能の補充、③公開買付の迅速性と法的安定性の確保という企業買収法全体の体系、意味及び目的、④企業買収法12条による損害賠償請求権の存在、⑤投資者モデル手続法(KapMuG)の適用領域との整合性、⑥従前の判例との整合性という6つの理由から、対象会社株主による買付者への直接請求を認めた。しかし、学説では、企業買収法上の価格規制に違反して、買付者等が対象会社株主に対し、対象会社株式の価値よりも著しく低い対価を支払った場合に、対象会社株主に買付者に対する支払請求権が認められるか否か、仮に認められるとすれば、その場合の請求根拠となる規定は何かについて、見解が分かれている⁽³⁵⁾。

(34) BGH, AG 2014, S. 662, 665 [27].

(35) 本文で示す2つの見解のいわば折衷的な見解も存在する。この折衷的な見解は、企業買収法31条1項ないし3項に定めるケースからも、また株主と買付者との間で締結されたいかなる契約からも、株主の買付者に対する支払請求権は生じないとしつつ、他方で買付規則4条に定める事前取得のケースについては、買付者が買付価格を設定する段階で自己に生じうるリスクを回避することができることから、企業買収法31条4項及び5項を類推適用して、株主に事後的な請求を認め得ると解している。Wackerbarth, in: Münchener Komm. z. AktG, Bd. 6, 3. Aufl. 2010, § 31 Rn. 89 ff.

(1) 支払請求権を認めない見解

株主による事後的な支払請求権を認めるべきではないとする見解（以下、便宜上「否定説」という）の代表的論者である Krause は、以下のように主張する。「企業買収法31条 1 項は、その文言上、対象会社株主が行使し得る請求権について何ら規定していない。企業買収法31条のような資本市場法的規定の意義及び目的は、通常、まず第一に、資本市場の機能性保護、すなわちここでは公開買付市場の機能性保護にある。加えて、企業買収法の政府草案理由書では、資本市場の機能保護と金融立国ドイツの強化が、本質的な法の目的として挙げられていた。市場の機能保護と個人の地位の保護は、1つのコインの表と裏の関係にある。しかし、ある規定が1つの請求権を認めている場合に、それがいかなる要件のもとで認められるのかという点につき、当該規定の文言上明示的に述べられていないときは、個人の法的地位の保護は、典型的に、たんなる反射的なものにすぎない。株主の請求権は、企業買収法31条 4 項及び 5 項においてのみ明示的に規定されている。このことは、法の体系と整合する。なぜなら、企業買収法 31条は、個人の請求権を、BaFin が相当性の審査を行うことができない場合にのみ認めているにすぎないからである⁽³⁶⁾」として、企業買収法31条の目的を株主の事後的支払請求権を否定する根拠の1つに挙げる。

続けて、Krause は次のように述べる。「公開買付手続の迅速性及び法的安定性の確保という企業買収法の意義と目的が示すように、立法者は、対価の相当性確保という株主の利益とともに、迅速かつ法的安定性のある決

(36) Krause, Zum richterrechtlichen Anspruch der Aktionäre auf angemessene Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten, AG 2014, S. 833, 835. 同様の点を指摘するものとして, Noack, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31 WpÜG Rz. 100 f.; Lappe/Stafflage, Unternehmensbewertungen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2002, S. 2185, 2189 ff.

済という買付者の利益とを、以下のような形で調整している。すなわち、対価の相当性についての審査は、単純に設定されたパラメーター（買付規則4条及び5条参照）に基づいて、もっぱら BaFin によってのみ行われ、BaFin による許可手続の終了をもって法的安定性を確保する。また、株主は公開買付申込みに応諾することを強制されるわけではなく、仮に対価が相当でないと考えれば、申込みに応じなければ良いだけのことである。加えて、民事法上の請求権を認める見解は、通常限られた予算で活動している買付者が事後的なコスト負担を強制されるという潜在的风险を必然的にもたらすことになる点を見過⁽³⁷⁾している」。

さらに否定説は、株主による事後的な支払請求権を認めない根拠として、企業買収法12条や投資者モデル手続法の規定の存在を挙げる。すなわち、企業買収法は、対価が不相当となった原因が並行取得や事後取得にある場合には、そのための規定（企業買収法31条4項・5項）を用意しているが、対価が当初から不相当である場合については、明文の規定を持たない。この場合には、買付書類それ自体が虚偽となる場合がほとんどであり、同法12条に基づく責任が問題となる。確かに、この責任は故意又は重大な過失の場合にのみ発生し（同条2項）、また、BaFin による審査は買付書類の完全性及び実質的正当性には及ばないが、重要な記載内容については重

(37) Krause, ebenda; ders., in: Assmann/Pötzsch/Schneider, Komm. z. WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 31 Rz. 166. Krause は、本文で紹介した BGH, Urt. v. 29. 7. 2014 (AG 2014, S. 662) に関して、株主による事後的請求権を認めた場合に買付者が受けるであろう株式評価の不安定さというリスクにつき以下のように述べて判例を批判する。「Postbank は、自社の株式を 1 株 25 ユーロ、被告による買付総額 54 億 7000 万ユーロと試算した。これが最高 1 株 57.25 ユーロを相当な対価として評価された場合には、総額は 125 億 3000 万ユーロになる。すなわち、(BGH のいう『たんなる = lediglich』) 評価の不確実性の価格は、70 億 5000 万ユーロということになる。」

点的に審査されることになる。そして、BaFin の審査を経たことが企業買収法12条1項の責任を免除することにはならない。これらのことは、企業買収法12条1項に基づく責任を負う可能性のある者にとっては、適法かつ相当の対価を提供する十分な圧力になる。⁽³⁸⁾

また、投資者モデル手続法との関係については、次のように主張される。説すなわち、同法の立法者が、当初から株主の事後的な支払請求権を意識していたならば、当該請求権を効果的に裁判上主張できるようにするために、同法1条1項3号の履行請求権に事後的な支払請求権を含める旨の規定を置いていたか、もしくは立法資料の中にそれを明示的に記載したはずである。しかし、そのいずれも存在しない以上、少なくとも、同法の立法者は企業買収法上の株主の事後的支払請求権は存在しないものと考えていたことになる。⁽³⁹⁾

(2) 支払請求権を認める見解

以上の見解に対して、学説上の多数説は、買付価格が当初から低すぎる場合に、株主が買付者に対して差額支払請求権を裁判上行使することを肯定している（以下、この見解を便宜上「肯定説」という）。理由として、①企業買収法の意義と目的、②企業買収法31条の趣旨、③企業買収法12条との関係、④脱法のおそれの回避、⁽⁴⁰⁾が挙げられている。連邦通常裁判所

(38) Noack, a. a. O. (Fn. 36), Kapitalmarktrechts-Komm., § 31 WpÜG Rz. 103; Lappe/Stafflage, a. a. O. (Fn. 36), S. 2185, 2189 ff.

(39) Krause, a. a. O. (Fn. 37), Kapitalmarktrechts-Komm., § 31 WpÜG Rz. 166 a.

(40) その他にも、既述の連邦通常裁判所の判決と同様に、BaFin による審査の時間的・内容的不十分さ、対象会社株主が BaFin による審査を不服と考えてもそれに対する対処手段がないという制度的不備なども、対象会社株主の事後的支払請求権を根拠付けるものとして挙げられている。

の理由づけと一部重複する部分もあるが、以下ではそれぞれを簡単に示しておきたい。

①の理由づけであるが、企業買収法の目的の1つは、確かに信頼できる法的枠組の中で公開買付けの手續及び決済を迅速に行うという点にあるが、それとは別に、企業買収の局面で少数派株主の権利を強化し、保護するという点も、同法の目的であるとする。すなわち、公開買付けの実行という局面では前者の目的が機能し、その後に対価の相当性に関する争いを民事訴訟において行うという局面は後者の目的に資するものである。よって、企業買収法は対価に関して民事訴訟で争うことを排除していない。⁽⁴¹⁾

②の企業買収法31条の趣旨については、以下のように述べられている。すなわち、企業買収法31条1項は、買付者と株主との間で締結される契約内容を定める強行法規であって、前述の反対説が述べるような秩序維持規定⁽⁴²⁾（市場機能の保護）ではない。その意味で、同条項には契約内容を形成する効力（*vertragsinhaltsgestaltende Wirkung*）が認められる。さらに、

Verse, a. a. O. (Fn. 17), S. 199, 202 f; ders., Rechtsschutz der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre im Übernahmerecht, in: Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), S. 276, 286; Kremer/Oesterhaus, in: Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 31 Rn. 107; Santelmann/Nestler, a. a. O. (Fn. 20), WpÜG, § 31 Rn. 110.

(41) Pohlmann, Petra, Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren, ZGR 2007, S. 1, 15 ff.; Verse, a. a. O. (Fn. 17), S. 199, 201, 204.; vgl. Begr. RegE. WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

(42) Haarmann, in: Frankfurter Komm. z. WpÜG, 3. Aufl., 2008, § 31 Rn. 157 f. は、企業買収法31条を同法4条2項（BaFinは同法に規定する職務と権限を公共の利益においてのみ行使する旨の規定）との関係で秩序政策的規定であると理解しつつ、それゆえに少数派株主には要保護性が認められ、事後的な民事訴訟で少数派株主が対価の相当性を争うことができると解している。

立法者が同法31条4項及び5項のような規定を同条1項について規定していないことから、立法者は同条4項・5項の請求権を同条1項については認めていない趣旨であるとの批判⁽⁴³⁾に対して、31条1項の契約内容形成効を有する強行法規としての性格から、契約締結により既に直接請求権が生じることが明らかであるから、立法者はあえてそのような請求権を規定しなかったと理解する。⁽⁴⁴⁾

③の企業買収法12条との関係については、以下のように主張する。確かに、企業買収法12条の規定は、対価が当初から不相当である場合であって、それが買付書類に記載されているときは、当該買付書類の不実記載（あるいは不完全記載）⁽⁴⁵⁾として、損害賠償請求の根拠となり得る。しかし、一般に、買付書類の不実記載に基づいて生じた損害のうち、12条1項によって請求することができるのは消極的利益（negatives Interesse）に限定されていることから、対価が不相当である場合に、12条1項に基づい

(43) Lappe/Stafflage, a. a. O. (Fn. 36), S. 2185, 2189.

(44) Mülbart/Uwe H. Schneider, Der außervertragliche Abfindungsanspruch im Recht der Pflichtangebote, WM 2003, S. 2301, 2302; Tominski/Kuthe, Ermittlung der Mindesthöhe der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten im Zusammenhang mit Vorerwerben, BKR 2004, S. 10, 16; Oechsler, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, Komm. z. WpÜG, 2003, § 31 Rz. 26; vgl. auch Süßmann, in: Angerer/Geibel/Süßmann, Komm. z. WpÜG, 3. Aufl. 2017, § 31 Rn. 72 ff.

(45) 買付対価が当初から不相当であるときに、株主による事後的な差額支払請求とともに、同法12条に基づく請求が可能であると解するかどうかは、論者によって異なる。Santelmann/Nestler, a. a. O. (Fn. 20). WpÜG, § 31 Rn. 110 ff. は、31条1項違反が存在する場合には、12条違反は存在しないと解している。客観的に低すぎる対価が買付書類に記載された場合であっても、買付書類に記載された対価が現実に提供される限りにおいて不実記載という瑕疵は生じず、したがって12条に基づく責任追及はできないというのである。

て、本来提供されるべき対価と現実に提供された対価との差額を請求することはできない⁽⁴⁶⁾。しかも、12条1項に基づく損害賠償責任は、当該責任の対象者が故意又は重過失により買付書類の不実記載を行った場合にのみ生じることから、社外の私的鑑定人により対価の算定が行われた場合には、およそこの要件を満たすことは考えにくい。さらに、同条1項に基づく損害賠償責任は、株主が当該不実記載の事実を知った時から1年、又は買付書類の公表から3年の消滅時効にかかる（企業買収法12条4項）。それゆえに、企業買収法12条1項に基づく責任が認められているから、対象会社株主は十分に保護されているとの見解は誤りであるとする⁽⁴⁷⁾。

最後に、脱法のおそれの回避（④）という点についてである。BaFin には買付書類の審査のために費やすことのできる時間が限られており、しかも対価の相当性については様々な要素が関連することから、BaFin がその限られた時間の中で全てを正確に審査するには困難が伴う。しかも、対価

(46) Haarmann, a. a. O. (Fn. 42), WpÜG, § 31 Rn. 157.; Süßmann, a. a. O. (Fn. 44), WpÜG, § 31 Rn. 72 ff.; Pohlmann, a. a. O. (Fn. 41), S. 1, 15 ff; Paschos, Kurzkommentar zum Urteil des BGH v. 29. 07. 2014, DB 2014, S. 2276, 2277.

(47) Süßmann, a. a. O. (Fn. 44), § 31 Rn. 72 ff.; Haarmann, a. a. O. (Fn. 42), WpÜG, § 31 Rn. 157; Marsch-Barner, in: Baums/Thoma, Loseblatt, Komm. z. WpÜG, 10. Lieferung (Stand: 2016), § 31 Rz. 128 f. Verse, a. a. O. (Fn. 17), S. 199, 203 は、以上に加えて、企業買収法12条と31条の規制目的の相違にも着目する。すなわち、31条の制度趣旨は、支配権移転の過程において株主が適切な条件のもとで会社から離脱できることを保障することにある。他方、12条の制度趣旨は、11条及び買付規則2条から生じる情報提供義務の遵守を徹底し、対象会社株主の情報に基づく判断を保障することにある。12条では当初から対価が不相当であることを株主が知っている場合には責任が排除されるが、31条の場合には対価不相当についての知・不知によって株主の要保護性が異なるわけではないから、請求は排除されないと解している。

不相当に対するサンクションが何ら存在しないとすれば、買付者が対価算定に影響を与える可能性のある事実を隠して BaFin による審査をすり抜けようとする誘因を与えることになってしまう。これにより、31条1項⁽⁴⁸⁾に関する立法者意思は空回りすることになると指摘されている。

以上のような理由づけにより、多数説は株主による買付者に対する事後的な支払請求権を肯定するが、当該請求権の根拠規定については多数説の中でも議論が分かれている。比較的多くの見解は、買付者と対象会社株主との間に成立した売買契約又は交換契約に基づいて、株主は買付者に対する支払請求権を有すると解している⁽⁴⁹⁾。これに対して、企業買収法31条1項⁽⁵⁰⁾を直接の請求根拠と解する見解もある。いずれの見解をとった場合であっ

(48) Tominski/Kuthe, a. a. O. (Fn. 44), S. 10, 16.

(49) Hecker, Der Regierungsentwurf zum Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) aus übernahmerechtlicher Sicht, ZBB 2004, S. 503, 506; Mülbert/Schneider, a. a. O. (Fn. 44), S. 2301, 2302; Seibt, Rechtsschutz im Übernahmerecht, ZIP 2003, S. 1865, 1873 f.; Marsch-Barner, a. a. O. (Fn. 47), WpÜG § 31 Rz. 128; Haarmann, a. a. O. (Fn. 42), WpÜG § 31 Rn. 157; Simon, Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG, 2005, S. 228; Veil, in: Hess u. a. (Hrsg.), Kölner Komm. z. KapMuG, 1. Aufl. 2008, § 31 WpÜG Rn. 9 f.; Süßmann, a. a. O. (Fn. 44), WpÜG § 31 Rn. 72 ff. なお、それほど明確には示されていないものの、契約を根拠としていると考えられる見解として, Pohlmann, a. a. O. (Fn. 41), S. 1, 15 ff.; Ihrig, a. a. O. (Fn. 23), S. 315, 345 ff.

(50) Verse, a. a. O. (Fn. 17), S. 199, 202 ff.; Oechsler, a. a. O. (Fn. 44), WpÜG, § 31 Rz. 26. 請求根拠を契約締結前と後とに分け、契約締結前であれば企業買収法31条1項が直接の請求根拠となり、他方で契約締結後には締結された売買（又は交換）契約が請求根拠となると解する見解（Kremer/Oesterhaus, a. a. O. (Fn. 40), WpÜG, § 31 Rn. 107）もある。また、Witt, Angemessenheit eines Übernahme- und Pflichtangebots und Zurechnung von Stimmrechten: Die Postbank-Entscheidung des BGH, DStR 2014, S. 2132 ff. は、最終的に請求根拠が何であるかはそれほど大きな意味を持たないとす

ても、株主の買付者に対する請求権は、投資者モデル手続法に従って主張可能であると解されている。

(3) 若干の検討

上記の否定説と肯定説との見解の対立は、第一に企業買収法の目的あるいは同法31条の立法趣旨、第二に BaFin の職務と企業買収法12条との関連性そして第三に株主と買付者のリスク負担の観点の大きく分けて3つの点において生じていると考えられる。

第一の点について、否定説は公開買付手続における迅速性及び法的安定性の確保を同法の目的と解し、対象会社株主の保護もこれによって図ることができるとする。これに対して、肯定説は、対象会社（少数派）株主の保護は市場の機能性保護の反射的效果ではなく、独立の法目的とされており、株主の買付者に対する事後的支払請求権はこの目的に資すると解している。企業買収法制定時の政府草案理由書を見ると、「企業買収及び有価証券取得のためのその他の買付申込みについて、グローバル化と金融市場の要請に適切に配慮できる枠組をドイツにおいて構築し、これにより経済立国・金融立国ドイツを国際競争においてもさらに強化すること」⁽⁵¹⁾が同法の目的として明示されている。ただし、この目的はさらに具体化され、「企業買収を促進することも阻害することもなく、公正かつ秩序ある買付手続のための指針を創出すること、有価証券所有者及び労働者のために情報及び透明性を向上させること、企業買収における少数派株主の法的地位を強化すること、一般的な国際基準を志向すること」という4点が、同法が特に目的とすることとして掲げられている。⁽⁵²⁾否定説の論者である

る。

(51) Begr. RegE. WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

(52) Ebenda.

Krause が述べるように、迅速かつ法的安定性のある手続の保障といういわば市場の機能性確保という目的と少数派株主の保護とは 1 枚のコインの表と裏の関係にあるのかもしれない。いずれにせよ、少数派株主の保護が企業買収法の目的として明示されている以上、あえてこれを市場の機能性確保⁽⁵³⁾の反射効と解する必要はないようにも思われる。

次に、第二の点である。連邦通常裁判所も指摘するように、BaFin による買付書類の審査期間は10ないし15営業日しかなく（企業買収法14条2項）、その間に対価の相当性を審査することは、確かに困難な面もあると思われる。もっとも、BaFin に持ち込まれる買付書類は1年間を通じてもそれほど多くはなく、企業買収の案件それ自体にかかる時間的余裕はある⁽⁵⁴⁾のかもしれない。いずれにせよ、BaFin の審査権限は形式的審査に限定さ

(53) 第二次資本市場振興法 (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) に基づく有価証券取引法 (WpHG) の制定等にかかる連邦議会の金融委員会の報告書では、有価証券取引法 4 条 2 項の理由の箇所、「有価証券市場の機能性については、有価証券取引の規律に則った手続と公正な取引に対する投資家の信頼が重要な意義を有する。有価証券取引法の諸規定はこの信頼確保に資する。BaFin の職務はこの法律の諸規定が遵守されているかどうかを監督することである。BaFin の監督活動は有価証券市場の機能性確保のために行われる。個々の投資者の保護は単なる反射効にすぎない。」との記述がある。Beschlußempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 100. Krause はこの点を捉えて、企業買収法も有価証券の取引市場の機能性確保の一翼を担う法律であり、当然に同様の目的を有しているから、株主の保護は反射効にすぎないと解している。

(54) BaFin の年次報告書によれば、BaFin が審査した買付書類の件数は、2011年から2016年までの6年間で、合計123件（2011年：29件、2012年：27件、2013年：23件、2014年：26件、2015年：18件、2016年：22件）である。このうち、BaFin が公開買付けの実施を禁止したのは、およそ年間1件程度にすぎない（2011年：0件、2012年：2件、2013年：0件、2014年：1件、2015年：1件、2016年：0件）。BaFin の職務は、もちろん、企業買収案件の審査のみではない。保険や証券を含む広い意味での金融監督が

れているから、審査期間の問題とは別に、対価の相当性⁽⁵⁵⁾についての実質審査を BaFin が行うことはできない。さらに、既述の通り、買付書類の不備を理由とする企業買収法12条に基づく損害賠償請求も、これにより填補される損害の範囲が消極的損害に限定されていると解されている。このようなことから、肯定説は株主による事後的請求権の行使を、同法12条に基づく損害賠償請求権と併存して認めるのに対し、否定説は、逆に、12条の存在をもって株主の事後的な差額支払請求を否定する根拠とする。企業買収法12条に基づく損害賠償請求権の行使には、責任を負うべき者に故意又は重過失が要求されること、株主が買付申込みに対して承諾の意思表示をした際に買付書類の不実記載を了知していた場合には請求権が排除されること等、様々な制約が存在することは、連邦通常裁判所も指摘している⁽⁵⁶⁾。また、BaFin による買付書類審査及びその公表という手続に対象会社株主が参加できないために、対象会社株主には BaFin の買付書類許可手続への異議申立権限がないことについては、企業買収法上明文の規定が

対象である。なお、年次報告書は BaFin の HP (<https://www.bafin.de>) から入手できる。

(55) 企業買収法15条によれば、BaFin が公開買付を禁止することができるのは、①買付書類に必要的記載事項が記載されていない場合（同条1項1号）、②買付書類の記載に明白な法令違反が存在する場合（同条1項2号）、③買付者が BaFin に買付書類を提出しなかった場合（同条1項3号）、④買付者が買付書類を公表しなかった場合（同条1項4号）、⑤買付者が買付書類を法定の方法で公表しなかった場合（同条2項）、である。

(56) BGH, AG 2014, S. 662, 664 [24]. もっとも、株主が承諾の意思表示の際に買付書類に不実記載が存することを知っていた場合に損害賠償請求をすることができないというのは、いわば自己責任の原則からくる当然の帰結である。対象となるのは、不実記載について悪意である場合のみで、重過失の場合は除外される。さらに、不実記載の元となる事実を知っていたということだけでは、請求権が排除されることはない。以上につき、Möllers, in: Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl. 2010. § 12 Rdn. 118.

存在する。ここに対象会社株主を保護する必要性があるとして、肯定説は株主の事後的支払請求権を認めているといえる。

最後に、当初から対価が不相当である場合に、対象会社株主と買付者のいずれにリスク負担をさせることが望ましいかである。肯定説は、買付者に生じ得るリスクは、買付者にリスク負担させてもそれほど問題はない程度のものであると考える。他方、否定説は、事後的に支払請求を受ける可能性があるというリスクは、買付者を極度に萎縮させ、良い買収をも封殺してしまう可能性があるとして指摘する。買付者が事後的な支払請求を受けるリスクを回避するためには、事前に可能な限り対価を正確に算定する必要がある。対象会社株式が全て市場で取引されている場合には、対価の算定にさほど困難は伴わない。問題は市場価格を参照できないケースである。このようなケースにおいて、肯定説は、株主との売買契約の内容をアレンジすることにより、買付者はリスクをある程度回避することができる⁽⁵⁷⁾。他方、強制的に企業評価を必要とするケースもある（買付規則 5 条 4 項のケース⁽⁵⁸⁾）。買付規則 5 条 4 項は、上場株式が著しく流動性を欠くことになった場合の規定であると考えられており、この種の場合には、そもそもある程度のまとまった株式の移動が想定されており、このケースでは

(57) Verse, a. a. O. (Fn. 40), S. 276, 288 ff.

(58) 買付規則 5 条 4 項は、学説上でも当初から批判の対象になっていた。理由は、第一に、買付者が企業評価のために必要な対象会社の財務情報を有していない場合があること、第二に、買付者に不必要に不確実性をもたらすことになることである。Handelsausschuss des DAV, Stellungnahme zum RefE des BMF für ein Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WÜG) vom April 2001, NZG 2001, S. 420, 428; Krieger, Das neue Übernahmegesetz, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), RWS-Forum 20 Gesellschaftsrecht 2001, S. 289, 298 f.; Verse, a. a. O. (Fn. 40), S. 276, 289; a. A. Haarmann, a. a. O. (Fn. 42), WpÜG, § 31 Rn. 41.

1人又は複数人からまとまった株式を取得することになるが、そこでは証明力ある (aussagekräftig) 市場の評価が存在すると思われる。したがって、この場合においても買付者のリスク負担はそれほど大きくないといわれている。⁽⁵⁹⁾

結局のところ、「株主は当該買付価格で買付申込みに応じたのであるから、もし買付価格が不相当だと考えたのであれば、買付申込みに応じなければいいだけである」との主張をどのように解するかということになる。公開買付けにより買付者が支配権を取得し、その後に組織再編行為等により少数株主が締め出されるケースでは、ドイツにおいても、通常先行する公開買付けの買付価格が後行する組織再編行為の対価とされるようであるが、組織再編行為における対価に不満があれば、補償 (Ausgleich)・代償 (Abfindung) については価格決定のための裁判手続 (Spruchverfahren) を利用できるため、これにより少数派株主は保護される。⁽⁶⁰⁾したがって、対価が不相当であることに当初は気がつかなかったとしても、その後の組織再編等のときまでに対価不相当を認識できれば、株主は保護されることになる。問題は、支配権取得後に行われる行為が企業買収法上の締め出しのケースである (企業買収法 39a 条)。買付者が支配権取得のための公開買付け又は義務的公開買付けで95%以上の議決権を取得した場合には、裁判所の決定に基づいて、相当の対価を支払って残りの株式を譲渡させることができる。そして、この場合には、相当の対価の算定には価格決定のための裁判手続は利用できない。したがって、先行する公開買付と同一条件での締め出しが行われる可能性がある。⁽⁶¹⁾このケースや組織再編等のときにも対価不相当を認識できなかったケースでは、対象会社少数株主の保護を図る

(59) Verse, a. a. O. (Fn. 40), S. 276, 290.

(60) Noack, a. a. O. (Fn. 36), WpÜG § 31 Rz. 102.

(61) Noack, a. a. O. (Fn. 36), WpÜG § 31 Rz. 103.

ことは困難であり、何らかの請求権を株主に与えることは妥当なのであろう。肯定説はそれを事後的な差額支払請求権と考え、否定説は企業買収法12条1項に基づく損害賠償請求権で足りると解しているのである。

四 結びにかえて

以上、ドイツの企業買収法上、買付対価が不相当である場合に、対象会社株主が買付者に対して事後的に差額支払請求権を有するかどうかを見てきた。本稿の内容を今一度振り返り結びにかえたい。

ドイツ企業買収法は、買付対価に関する規制につき比較的詳細な規定を有しており、特に買付期間中及び買付期間経過後の対象会社株式の買い増しについては、公開買付けに応じた株主を保護するための規定が用意されている。他方、買付価格が当初から不相当である場合についてはそのような規定が存在しないことから、株主が買付者に対して事後的に差額支払請求権を有するか否かについて、判例・学説上議論が分かれている。判例・多数説によれば、対象会社株主は買付者との間で締結された売買契約・交換契約又は企業買収法31条1項の規定に基づいて、買付者に対して差額支払請求権を有すると解している。その理由として、企業買収法それ自体あるいは同法31条の趣旨・目的、同法12条や BaFin の職務内容との関係、そして対象会社株主と買付者とのリスク分配の観点等が挙げられている。企業買収法それ自体あるいは同法31条の目的を市場機能の保護や手続の円滑な進行と迅速な決済のみに求めるのであれば、対象会社の少数株主保護はその反射的效果ということになる。また、提供された対価に納得しない株主は、買付申込みに応じなければよいだけの話であると割り切れば、買付者に対する事後的な支払請求を認めることは、株主を過剰に保護しているともいえる。ドイツにおける判例・多数説は、企業買収法の目的を市場機能の保護とともに少数派株主を含む利害関係人の保護と捉えることで、

株主の差額支払請求権を認める。また、リスク分配の問題についても、買付者に生じる恐れのあるリスクは事前にある程度回避可能なものであり、むしろ株主に負担させることの方が望ましくない（言い換えれば、それだけ対象会社株主には要保護性が存在する）と解している。

もっとも、ドイツにおいても、学説上では、株主の買付者に対する差額支払請求権を認める見解が多数説であり、また連邦通常裁判所もその見解を支持しているとはいえ、株主による立証責任の負担等の観点から、株主によるこのような請求が今後も続けて訴訟上で行使されることは少ないであろうとの指摘もある⁽⁶²⁾。

わが国の金融商品取引法における公開買付制度は、ドイツ企業買収法のような買付価格規制を有しない。別途買付の禁止規定（金商27条の5）が存在する以上、少なくとも買付期間中の対象会社株式の買い増しについては考える必要はなく、したがって企業買収法31条4項の並行取得規制は必要ない。別途買付禁止規定に違反した者は民事責任を負わなければならない（金商27条の17）、この点では結果的に、ドイツも日本もそれほど大きな差異があるわけではない。もっとも、別途買付規制とその違反にかかる民事責任というわが国の規制方法と、別途買付けそのものは規制の対象とせず、その代わり別途買付けが行われた場合の事後的な差額支払責任という形で対処するドイツの方法とのいずれが望ましいかは、立法政策の問題であろう。

ドイツにおける事前取得規制や事後取得規制に相当する規律を日本の公開買付規制は有していないが、当初から対価が不当であり、それにもかかわらず（場合によっては当該対価を相当であると信じて）公開買付けに

(62) Paschos, Kurzkommentar zum Urteil des BGH v. 29. 07. 2014, DB 2014, S. 2276, 2277.

応じて株券等を提供した対象会社株主の保護という本稿で扱ったテーマは、ドイツ法の制度のもとでの特殊な内容であるかもしれない。義務的公開買付制度、部分的公開買付けの禁止、取締役の中立義務、EU 第13指令における Breakthrough ルールなどに見られるように、ドイツを含む EU における企業買収のルールは公開買付規制により行うものと考えられている。⁽⁶³⁾ 日本⁽⁶³⁾の金融商品取引法も、平成18年改正により企業買収のルールとしての色彩が濃くなってきたように思われる。この方向性で今後規律の見直しが行われるのであれば、本稿で取り扱った内容が参考になるかもしれない。

(63) 黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリスト1346号 26頁 (2007)。

Der Anspruch der Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den Bieter auf angemessene Gegenleistung bei Übernahmeangeboten im WpÜG

Teruhisa NODA

In Deutschland ist es streitig, ob die Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den Bieter einen Anspruch auf Zahlung einer Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten haben, und wenn das bejaht wird, ob sie einen solchen Anspruch gerichtlich durchsetzen können. Nach herrschender Meinung kann jeder Aktionär gegen den Bieter seinen Anspruch auf Zahlung angemessener Gegenleistung vor den Zivilgerichten durchsetzen. Der BGH hat neuerdings die herrschende Meinung für zutreffend gehalten. Für diese Auffassung würden nach h. M. die Systematik des § 31 WpÜG, der Sinn und Zweck des WpÜG, die Absicht des Gesetzgebers des KapMuG und die Unwidersprüchlichkeit zur Rechtsprechung sprechen. Die Anspruchsgrundlage ergäben sich aus dem zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft und dem Bieter abgeschlossenen Kauf- oder Tauschvertrag bzw. aus § 31 Abs. 1 S. 1 selbst. Dagegen wird die Ansicht vertreten, dass der Aktionär immer nur einen Anspruch auf die angebotene Gegenleistung habe und, wenn die Gegenleistung nicht angemessen sei, nur Schadensersatz gemäß § 12 WpÜG verlangen könne. Es liege daran, dass im Wortlaut des § 31 von Ansprüchen oder Leistungen der Aktionäre nicht die Rede sei. Darüber hinaus bestehe der Zweck des WpÜG in der Regel im Schutz der Funktionsfähigkeit der Markt für öffentliche Angebote und handle es sich bei der Verbesserung der Stellung der Aktionäre um einen bloßen Rechtsreflex.

Der vorliegende Beitrag unternimmt es, die oben genannten unterschiedlichen Meinungen einschließlich der Ansicht des BGH vorzustellen und etwas näher zu betrachten, woher der Unterschied stammt.